

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini dilakukan dengan mengambil kasus dari perusahaan yang ada di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2016 – 2019 yang melakukan kegiatan merger. Data penelitian yang telah berhasil dikumpulkan melalui situs www.ksei.co.id dalam pengamatan keputusan merger ini berjumlah 21 perusahaan. Beberapa kajian penelitian yang dibahas di dalam penelitian ini tidak hanya membahas tentang bagaimana reaksi investor terhadap isu-isu *pre-corporate action*, tetapi juga membahas hal apa sajakah yang berkaitan dengan adanya ketidak-sinkronan informasi atau *unsynchronous information* yang bersifat *private* itu. Jika hal itu memungkinkan, maka kajian tersebut dapat berlanjut hingga pada analisis pasar bentuk kuat.

4.1 Deskriptif Sampel Pre-Corporate Action Merger

Dari total 21 perusahaan ini, yang berhasil dan disetujui untuk melakukan kegiatan merger sesuai dengan surat keputusan dari OJK dan RUPS ini hanyalah 9 perusahaan saja. Perbedaan antara jumlah pengamatan dengan jumlah perusahaan ini disebabkan karena 12 perusahaan lainnya tidak disetujui untuk merger serta memilih untuk tidak mempublikasikan harga sahamnya. Adapun rekapitulasi data pengamatan yang dapat dilihat dalam bentuk tabel sebagai berikut :

Tabel 4.1 Jumlah Rekapitulasi Data Pengamatan

No.	Nama Perusahaan	Kode Saham	Tahun Merger
1	PT. Bank Danamon Indonesia Tbk	BDMN.JK (21)	2019
2	PT. Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk	BTPN.JK (20)	2018

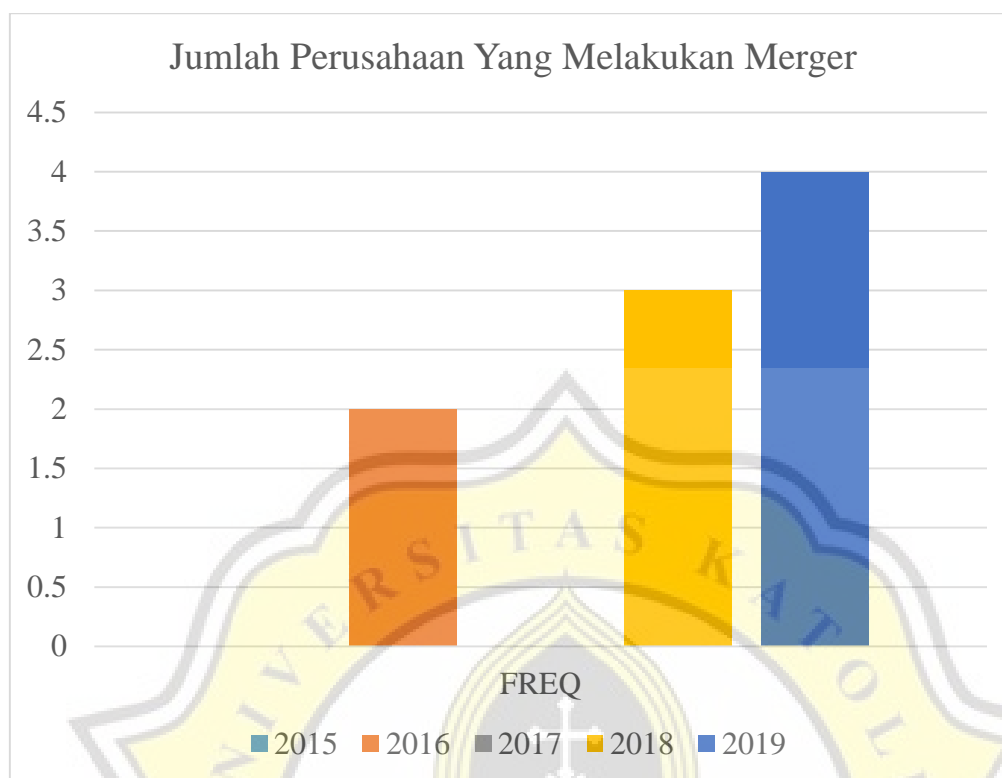
3	PT. Ciputra Development Tbk	CTRA.JK (22)	2016
4	PT. Bank Dinar Indonesia Tbk	DNAR.JK (6)	2019
5	PT. Gunawan Dianjaya Steel Tbk	GDST.JK (24)	2018
6	PT. Bank Windu Kentjana International Tbk	MCOR.JK (14)	2016
7	PT. Sejahtera Anugrahjaya Tbk	SRAJ.JK (3)	2018
8	PT. Chandra Asri Petrochemical Tbk	TPIA.JK (12)	2019
9	PT. Verena Multi Finance Tbk	VRNA.JK (10)	2019
10	PT. Bank Agris Tbk	AGRS.JK	-
11	PT. Bank Antar Daerah	Bank ANDA	-
12	PT. Bogor Medical Center	BMC	-
13	PT. Bank Nusantara Parahyangan Tbk	BBNP	-
14	PT. Ciputra Surya Tbk	CTRS	-
15	PT. Ciputra Property Tbk	CTRP	-
16	PT. IBJ Verena Finance	IBJV	-
17	PT. Jaya Pari Steel Tbk	JPRS	-
18	PT. Bank Mitraniaga Tbk	NAGA	-
19	PT. Bank Oke Indonesia	OKE	-
20	PT. Petrokimia Butadiene Indonesia	PBI	-
21	PT. Bank Summitomo Mitsui Indonesia	SMBCI	-

Sumber : Data yang diolah

4.2 Analisis Deskriptif Pre-Corporate Action Merger

Selain dari tabel data rekapitulasi perusahaan di Bursa Efek Indonesia pada periode 2016 – 2019 yang melakukan merger tersebut, ada juga penggambaran grafik dari beberapa perusahaan yang telah berhasil melakukan merger. Grafik ini menggunakan frekuensi pada tahun berapa sajakah perusahaan banyak melakukan kegiatan merger. Grafik yang tergambar adalah sebagai berikut :

Gambar 4.1 Jumlah Perusahaan Yang Melakukan Merger



Sumber : Data yang diolah

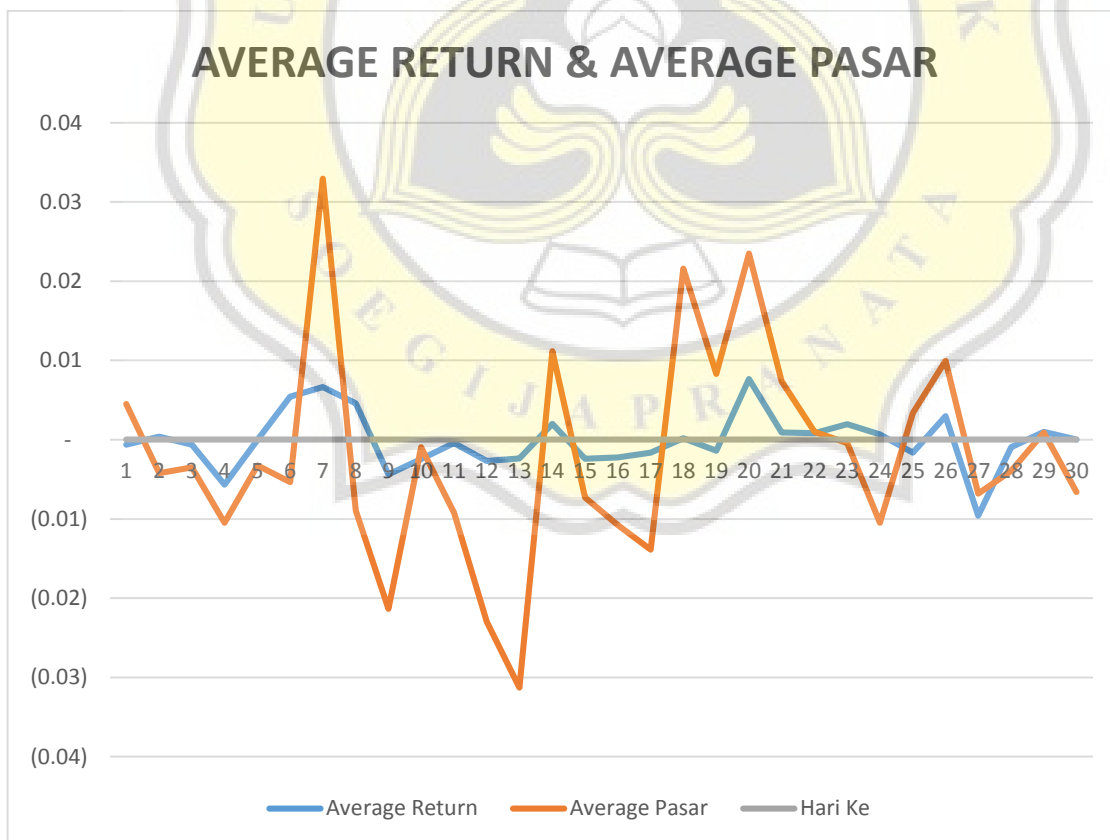
Dari grafik diatas menunjukkan jumlah perusahaan yang melakukan kegiatan merger di tahun 2016 ini berjumlah 2 perusahaan, kemudian di tahun 2017 tidak ada perusahaan yang melakukan kegiatan merger. Selanjutnya, di tahun 2018 ini jumlah perusahaan yang melakukan kegiatan merger bertambah menjadi 3 perusahaan. Terakhir di tahun 2019, jumlah perusahaan yang melakukan kegiatan merger ini terbilang cukup banyak karena di tahun ini ada 4 perusahaan yang melakukan kegiatan merger.

4.3 Analisis Pre-Corporate Action Merger

Sebagian investor menganggap jika kebijakan perusahaan dalam melakukan kegiatan merger ini kemungkinan merupakan sebuah berita baik. Hal seperti ini tentu saja juga dipahami oleh perusahaan dan digunakan untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang berbentuk harga saham. Desas-desus tentang kegiatan merger biasanya akan dibicarakan jauh-jauh hari sebelum

kebijakan itu disetujui dalam rapat umum pemegang saham (RUPS). Apalagi ketika undangan RUPS tersebut diumumkan kepada publik, seringkali agenda persetujuan tentang laba perusahaan dan kegiatan merger menjadi perhatian khusus. Meskipun begitu, tidak sedikit juga yang berpendapat bahwa keputusan merger itu akan memberikan dampak yang berbeda pada nilai perusahaan. Hal ini dianggap sebuah kemungkinan karena keputusan merger tidak memberikan dampak tertentu bagi nilai buku yang dapat berakibat pada tidak adanya kenaikan atau penurunan pada harga saham perusahaan. Untuk memberikan gambaran tentang respon pemegang saham terhadap *issue* kegiatan merger ini, maka dapat dilihat dari hasil pengolahan data statistik dalam 30 hari sebelum keputusan merger disetujui oleh pemegang saham pada tabel dibawah ini :

Gambar 4.2 Grafik Average Return Dan Average Pasar



Sumber : Data yang diolah

Jika dilihat secara teliti pada garis grafik yang berwarna biru, grafik diatas mengindikasikan peningkatan return saham perusahaan pada periode 30 hari sebelum keputusan merger di RUPS serta surat keputusan OJK. Pada H-27 terlihat agak sedikit menurun, tetapi naik kembali pada H-26. Kemudian, pada H-25 hingga H-10 ini sangat stabil. Pada H-9 ini grafik terlihat agak turun, tetapi tidak terlalu banyak dan cenderung stabil. Lalu, terjadi juga peningkatan yang terlihat sangat massive pada H-8 hingga H-5. Lalu pada H-4 walaupun terlihat agak sedikit menurun, tetapi masih bisa dikatakan stabil hingga H-1 menjelang kegiatan merger itu ditetapkan.

Hasil pengolahan data statistik 30 hari sebelum merger disetujui oleh pemegang saham ada pada tabel dibawah ini :

Tabel 4.2 Uji t 30 Hari Sebelum Keputusan Merger di OJK

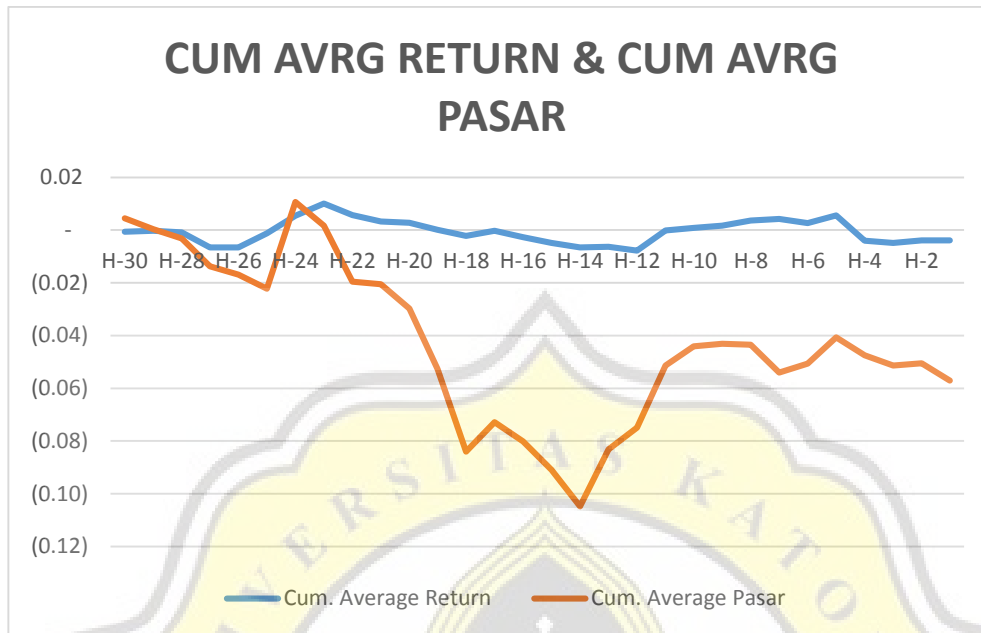
Hari Ke	CAAR	AAR	KSE	t-Hitung	P-Value
H-30	0.069225	0.010522	0.00721	1.459248	Tdk Sig
H-29	0.058704	-0.01332	0.016759	-0.79479	Tdk Sig
H-28	0.072024	0.017595	0.010055	1.749756	Sig
H-27	0.054429	0.004446	0.01583	0.280894	Tdk Sig
H-26	0.049983	0.005124	0.010446	0.490542	Tdk Sig
H-25	0.044858	-0.00016	0.011493	-0.01422	Tdk Sig
H-24	0.045022	0.004481	0.007443	0.602051	Tdk Sig
H-23	0.040541	0.01753	0.009629	1.820477	Sig
H-22	0.023011	0.00036	0.008054	0.044716	Tdk Sig
H-21	0.022651	-0.00485	0.009841	-0.49295	Tdk Sig
H-20	0.027502	0.009305	0.012726	0.731173	Tdk Sig
H-19	0.018197	0.026714	0.016928	1.578034	Tdk Sig
H-18	-0.00852	0.029072	0.013864	2.096945	Sig

H-17	-0.03759	-0.05119	0.044055	-1.16205	Tdk Sig
H-16	0.013606	0.00676	0.007908	0.854776	Tdk Sig
H-15	0.006846	-0.00401	0.010009	-0.40083	Tdk Sig
H-14	0.010858	-0.0107	0.013597	-0.78712	Tdk Sig
H-13	0.021561	0.011394	0.011232	1.014414	Tdk Sig
H-12	0.010167	0.007106	0.008384	0.847655	Tdk Sig
H-11	0.003061	0.00032	0.008445	0.037882	Tdk Sig
H-10	0.002741	-0.00704	0.01169	-0.60217	Tdk Sig
H-9	0.00978	-0.00267	0.010259	-0.2599	Tdk Sig
H-8	0.012446	0.007927	0.01155	0.686364	Tdk Sig
H-7	0.004519	-0.01078	0.012272	-0.87802	Tdk Sig
H-6	0.015294	-0.00278	0.01838	-0.15128	Tdk Sig
H-5	0.018075	0.002285	0.013629	0.167672	Tdk Sig
H-4	0.01579	-0.00322	0.011263	-0.2863	Tdk Sig
H-3	0.019014	0.002651	0.013886	0.190935	Tdk Sig
H-2	0.016363	-0.00377	0.015651	-0.24095	Tdk Sig
H-1	0.020134	0.020134	0.014579	1.381007	Tdk Sig

Sumber : Data yang diolah

Dari tabel diatas menunjukkan jika nilai signifikasi positif dari *abnormal return* itu terjadi pada H-28, H-23 serta H-18. Hal ini dikarenakan fokus utama pada tabel hasil perhitungan statistik tersebut adalah pada nilai t-Hitung (*abnormal return*). Adapun respon negatif yang terlihat pada tabel tersebut yaitu pada H-29, H-25, H-21, H-17, H-15, H-14, H-10, H-9, H-7, H-6, H-4 serta H-2 yang mendekati jadwal RUPS. Respon dari nilai negatif ini bukanlah nilai yang signifikan jadi masih tergolong aman. Kondisi seperti ini menunjukkan bahwa isu tentang kegiatan merger ini memberikan sinyal yang stabil, terbukti dari peningkatan harga yang tercermin dari CAAR atau *Cumulative Average Abnormal Return* yang ada di dalam grafik berikut ini :

Gambar 1.3 Grafik Cum Average Return Dan Cum Average Pasar



Sumber : Data yang diolah

Gambar 4.3 diatas menggambarkan tentang bagaimana reaksi para pemegang saham terhadap kebijakan merger. Pada H-25 ini bisa dikatakan turun. Kemudian pada H-24 mengalami kenaikan yang bisa dikatakan lumayan tinggi tetapi tidak bisa stabil. Lalu pada H-23 hingga H-18 ini penurunan bersifat sangat *massive* dan curam. Kemudian pada H-17 ini sedikit mengalami kenaikan, tetapi tidak banyak dan cenderung turun kembali secara curam pada H-14 yang mana ini adalah titik terendahnya. Kemudian pada H-11 ini sudah mengalami sedikit kenaikan dan bersifat stabil hingga pada H-1. Kesimpulan yang dapat diambil dari grafik reaksi para pemegang saham terhadap kebijakan merger ini adalah reaksi tersebut mencerminkan reaksi yang negatif, karena terbukti dari adanya penurunan yang sangat *massive* hingga mencapai titik terendah serta tidak ada tanda-tanda kenaikan yang pesat.

4.3.1 Uji Normalitas

Ghozali (2018) dalam Nanincova (2019) mengatakan untuk mengetahui apakah nilai residual bersifat normal atau tidak. Uji Normalitas ini dapat dilakukan dengan menggunakan Uji Histogram, Uji Normal P-Plot, Chi-Square Test, Skewness Test, serta Kurtosis Test atau dengan melakukan Uji Kolmogorov-Smirnov. Uji ini dilakukan dengan memasukkan nilai residual dalam pengujian non parametrik. Jika nilai signifikansi kurang dari 0,05, maka data bersifat tidak normal. Tetapi apabila nilai signifikansi lebih dari 0,05, maka data bersifat normal. Uji Normalitas ini akan di ringkas dalam bentuk tabel pengujian sebagai berikut :

Tabel 1.3 Uji Normalitas

Hari Ke-	N		Unstandardized Residual
H-28	9	Asymp. Sig. (2-tailed)	.200 ^{c,d}
H-23	9	Asymp. Sig. (2-tailed)	.200 ^{c,d}
H-18	9	Asymp. Sig. (2-tailed)	.029 ^c

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.

Dari hasil Uji Normalitas diatas yang menggunakan *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* ini menunjukkan bahwa pada H-28 mengalami asymp signifikasi (2-tailed) dengan nilai sebesar .200^c yang mana artinya data tersebut dinyatakan tidak normal karena .200^c nilainya lebih kecil daripada 0,05. Maka, nilai tersebut dinyatakan kurang dari nilai standar signifikasi normal yang berjumlah 0,05.

Kemudian, pada H-23 mengalami asymp signifikasi (2-tailed) dengan nilai sebesar .200^c yang mana artinya data tersebut dinyatakan tidak normal karena .200^c nilainya lebih kecil daripada

0,05. Maka, nilai tersebut dinyatakan kurang dari nilai standar signifikansi normal yang berjumlah 0,05.

Lalu selanjutnya, pada H-18 ini mengalami asymp signifikansi (2-tailed) dengan nilai sebesar .029^c yang mana artinya data tersebut dinyatakan tidak normal karena .029^c nilainya lebih kecil daripada 0,05. Maka, nilai tersebut dinyatakan kurang dari nilai standar signifikansi normal yang berjumlah 0,05.

4.3.2 Uji Asumsi Klasik

Bedasarkan hasil pengujian Asumsi Klasik terhadap data penelitian tersebut, maka dapat dijabarkan penjelasannya sebagai berikut :

4.3.2.1 Uji Multikolinearitas

Uji ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya korelasi antar variabel bebas dalam suatu model regresi. (Ghozali, 2018) dalam Nanincova (2019) mengatakan jika nilai ambang batas yang biasa digunakan untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai toleransi $< 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF > 10$. Jika dalam mode regresi tidak terdapat deteksi hipotesis seperti yang telah disebutkn diatas, maka penggunaan model regresi dalam penelitian ini adalah tanpa multikolinearitas begitu juga sebaliknya. Uji Multikolinearitas ini diringkas dalam tabel gambar pengujian sebagai berikut :

Tabel 4.4 Uji Multikolinearitas

Hari Ke-	Model	Collinearity Statistic	
		Tolerance	VIF
	1 (Constant)		
H-28	Priv_Inf	0.884	1.131
	Institusi	0.884	1.131
	1 (Constant)		

H-23	Priv_Inf	0.884	1.131
	Institusi	0.884	1.131
	1 (Constant)		
H-18	Priv_Inf	0.884	1.131
	Institusi	0.884	1.131

Sumber : Data yang diolah

Dari hasil Uji Multikorelalitas diatas yang berfokus pada Statistics VIF bisa dilihat bahwa pada bagian tersebut, nilai dari H-28 hasilnya bisa mencapai angka 1.31. Itu artinya di dalam tabel tersebut dinyatakan adanya multikorelalitas yang terjadi serta penggunaan regresi ini juga terikat dari Multikorelalitas. Bisa disimpulkan demikian karena nilai dari VIF nya yang ada di tabel tersebut lebih dari 0.10, maka dari itu H-28 ini dinyatakan ada Multikorelalitasnya.

Kemudian pada H-23 hasilnya bisa mencapai angka 1.31. Itu artinya di dalam tabel tersebut dinyatakan adanya multikorelalitas yang terjadi serta penggunaan regresi ini juga terikat dari Multikorelalitas. Bisa disimpulkan demikian karena nilai dari VIF nya yang ada di tabel tersebut lebih dari 0.10, maka dari itu H-23 ini dinyatakan ada Multikorelalitasnya.

Selanjutnya, pada H-18 hasilnya bisa mencapai angka 1.31. Itu artinya di dalam tabel tersebut dinyatakan adanya multikorelalitas yang terjadi serta penggunaan regresi ini juga terikat dari Multikorelalitas. Bisa disimpulkan demikian karena nilai dari VIF nya yang ada di tabel tersebut lebih dari 0.10, maka dari itu H-18 ini dinyatakan ada Multikorelalitasnya.

4.3.2.2 Uji Heteroskedastisitas

Uji ini dilakukan untuk memeriksa apakah ada perbedaan yang tidak sama antara satu residu dengan pengamatan lain. Terdapat model yang baik dalam uji ini, yaitu ketika grafik tidak mengandung pola tertentu seperti berkumpul ditengah, menyempit dan membesar atau sebaliknya. Hal ini hanya terjadi jika semua datanya dinyatakan kemungkinan positif. Metode untuk

mengetahui heteroskedastisitas adalah dengan menggunakan Uji Glejser. Uji ini dilakukan dengan meregresikan variabel bebas dengan *unstandardized residuals*.

Dasar dari pengambilan keputusannya adalah jika nilai signifikansi dari semua variabel bebas > 0,05 maka tidak terjadi heteroskedastisitas. Tetapi jika nilai signifikansi dari semua variabel bebasnya < 0,05 maka terjadi heteroskedastisitas. Uji Multikolinearitas ini akan diringkas dalam tabel gambar pengujian sebagai berikut :

Tabel 4.5 Uji Heteroskedastisitas

Hari Ke-	Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.	Collinearity Statistic	VIF
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	
	1 (Constant)	0	0.023		-0.014	0.99		
H-28	Priv_Inf	0.001	0.002	0.119	0.297	0.777	0.884	1.131
	Institusi	0	0	0.329	0.821	0.443	0.884	1.131
	1 (Constant)	0.012	0.016		0.788	0.461		
H-23	Priv_Inf	-0.002	0.002	-0.416	-1.1	0.314	0.884	1.131
	Institusi	0	0	0.436	1.152	0.293	0.884	1.131
	1 (Constant)	0.046	0.02		2.303	0.061		
H-18	Priv_Inf	-0.002	0.002	-0.271	-0.766	0.473	0.884	1.131
	Institusi	0	0	-0.426	-1.203	0.274	0.884	1.131

a. Dependent Variable: ABRESS

Hasil dari tabel Uji Heteroskedastisitas H-28 yang menggunakan uji statistik dengan Uji Glejser diatas yang berfokus pada meregresikan variabel bebas dengan *unstandardized residuals*. Dan pada hasil tabel tersebut, nilai signifikansi dari variabel Priv_Inf yang berjumlah 0,777 ini dinyatakan lebih kecil dari 0,05 yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Kemudian untuk variabel Institusi yang berjumlah 0,443 ini merupakan variabel bebasnya yang dinyatakan lebih kecil dari 0.05 yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Maka kesimpulan dari Uji Heteroskedastisitas H-28 ini adalah pada variabel Priv_Inf dan Institusi ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

Pada H-23 yang menggunakan uji statistik dengan Uji Glejser diatas yang berfokus pada meregresikan variabel bebas dengan *unstandardized residuals*. Dan pada hasil tabel tersebut, nilai

signifikansi dari variabel *Priv_Inf* yang berjumlah 0,314 ini dinyatakan lebih kecil dari 0,05 yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Kemudian untuk variabel *Institusi* yang berjumlah 0,293 ini merupakan variabel bebasnya yang dinyatakan lebih kecil dari 0.05 yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Maka kesimpulan dari Uji Heteroskedastisitas H-23 ini adalah pada variabel *Priv_Inf* dan variabel *Institusi* ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

Kemudian pada H-18 yang menggunakan uji statistik dengan Uji Glejser diatas yang berfokus pada meregresikan variabel bebas dengan *unstandardized residuals*. Dan pada hasil tabel tersebut, nilai signifikansi dari variabel *Priv_Inf* yang berjumlah 0,473 ini dinyatakan lebih kecil dari 0,05 yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Kemudian untuk variabel *Institusi* yang berjumlah 0,274 ini merupakan variabel bebasnya yang dinyatakan lebih kecil dari 0.05 yang artinya tidak terjadi heteroskedastisitas. Maka kesimpulan dari Uji Heteroskedastisitas H-18 ini adalah pada variabel *Priv_Inf* dan variabel *Institusi* ini tidak terjadi heteroskedastisitas

4.3.2.3 Uji Autokorelasi

Pengujian ini hanya dilakukan pada data yang bersifat *time series* dan tidak perlu dilakukan pada data *cross sectional* seperti pada kuisioner yang pengukuran semua variabelnya dilakukan secara bersamaan pada waktu yang sama. Ghozali (2018) dalam Nanincova (2019) menyebutkan jika pengujian kesalahan (*error*) yang berpotensi mengganggu perhitungan dilakukan dengan uji autokorelasi. Pengukuran autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin-Watson dengan nilai DW ada di antara dU dan 4-dU. Berikut ini adalah tabel kriteria yang digunakan pada pengujian autokorelasi, sebagai berikut :

Tabel 4.6 Kriteria Autokorelasi

Kriteria	Keputusan
Jika $0 < d < dl$	Maka ada autokorelasi positif
Jika $dl \leq d \leq du$	Maka ada peluang autokorelasi positif
Jika $4-dl < d < 4$	Maka ada autokorelasi negatif
Jika $4-du \leq d \leq 4-dl$	Maka ada peluang autokorelasi negatif
Jika $du < d < 4-du$	Tidak ada autokorelasi, positif maupun negatif

Sumber : <https://www.statistikian.com/2013/03/durbin-watson-tabel.html>

Kemudian, berikut ini adalah hasil dari ringkasan tabel Uji Autokorelasi pada pre-corporate action kegiatan merger sebagai berikut :

Tabel 4.7 Hasil Uji Autokorelasi

Model Summary ^b						
	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
H-28	1	.479 ^a	0.229	-0.028	0.03046	2.505
H-23	1	.482 ^a	0.232	-0.024	0.029094	0.989
H-18	1	.895 ^a	0.801	0.735	0.020858	1.158

Sumber : Data yang diolah

Hasil dari tabel Uji Autokorelasi diatas yang mana H-28 adalah sebagai variabel dependent ini diuji menggunakan Durbin Watson. Dari hasil uji tersebut, kemudian muncul hasil statistik yang berfokus pada Model Summary di dalam tabel Durbin Watson yang berjumlah 2.505. Hal ini dinyatakan bahwa hasil tersebut termasuk ke dalam kriteria K-2 di dalam tabel Durbin Watson. Bisa disimpulkan jika ini termasuk pada kriteria yang terakhir, yaitu $1.7887 < 2.505 < 4 - 1.7887$ yang artinya tidak ada autokorelasi positif maupun negatif.

Kemudian, H-23 adalah sebagai variabel dependent ini diuji menggunakan Durbin Watson. Dari hasil uji tersebut, kemudian muncul hasil statistik yang berfokus pada Model Summary di dalam tabel Durbin Watson yang berjumlah 0.989. Hal ini dinyatakan bahwa hasil tersebut termasuk ke dalam kriteria K-2 di dalam tabel Durbin Watson. Bisa disimpulkan jika ini termasuk

pada kriteria autokorelasi yang terakhir, yaitu $1.5386 < 0.989 < 4 - 1.5386$ yang artinya tidak ada autokorelasi positif maupun negatif.

Selanjutnya, H-18 adalah sebagai variabel dependent ini diuji menggunakan Durbin Watson. Dari hasil uji tersebut, kemudian muncul hasil statistik yang berfokus pada Model Summary di dalam tabel Durbin Watson yang berjumlah 1.158. Hal ini dinyatakan bahwa hasil tersebut termasuk ke dalam kriteria K-2 di dalam tabel Durbin Watson. Bisa disimpulkan jika ini termasuk pada kriteria autokorelasi yang terakhir, yaitu $1.5408 < 1.158 < 4 - 1.158$ yang artinya tidak ada autokorelasi positif maupun negatif.

4.3.2.4 Analisis Regresi Linear Berganda

Ghozali (2018) dalam Rosdiani dan Hidayat (2020), mengatakan jika mengatakan jika analisis ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Persamaan yang digunakan adalah sebagai berikut :

$$AR_t = a + b_1PrivInf + b_2InOwn + e$$

Dimana :

- | | |
|---------------------------------|------------------------------|
| AR _t | = Nilai Perusahaan |
| a | = Konstanta |
| b ₁ - b ₂ | = Koefisien Regresi Berganda |
| PrivInf | = Kepemilikan Manajerial |
| InOwn | = Kepemilikan Institusional |
| e | = Error Atau Galat |

Berikut ini adalah hasil uji pada Analisis Regresi Linear Berganda dalam bentuk tabel, yaitu sebagai berikut :

Tabel 4.8 Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Hari Ke-	Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
			B	Std. Error	Beta		
H-28	1	(Constant)	-0.055	0.058		-0.941	0.383
		Priv_Inf	0.004	0.006	0.24	0.63	0.552
		Intitusi	0.001	0.001	0.34	0.893	0.406
H-23	1	(Constant)	-0.008	0.056		-0.142	0.892
		Priv_Inf	0.008	0.006	0.503	1.322	0.234
		Intitusi	0	0.001	-0.078	-0.204	0.845
H-18	1	(Constant)	0.223	0.04		5.566	0.001
		Priv_Inf	-0.004	0.004	-0.171	-0.881	0.412
		Intitusi	-0.002	0.001	-0.823	-4.248	0.005

Sumber : Data yang diolah

Bedasarkan hasil dari tabel Analisis Regresi Linear Berganda H-28 diatas menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.552, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.406 yang mana bisa dikatakan tidak signifikan. Karena kriteria nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

Kemudian, hasil dari tabel Analisis Regresi Linear Berganda H-23 diatas menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.234, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.845 yang mana bisa dikatakan tidak signifikan. Karena kriteria nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

Terakhir, hasil dari tabel Analisis Regresi Linear Berganda H-18 diatas menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.412 yang artinya tidak signifikan, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.005 yang mana bisa dikatakan signifikan. Karena kriteria

nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

4.3.2.5 Pengujian Hipotesis (Uji t)

Ghozali (2018) Rosdiani dan Hidayat (2020) menyebutkan pengujian ini digunakan untuk menganalisis atau menguji hipotesis dengan menggunakan uji signifikansi dengan tingkat alpha yang digunakan adalah 5%. Kriteria penerimaan hipotesis yaitu :

- Apabila signifikansi < 0,05, maka H1, H2, H3 diterima
- Apabila signifikansi > 0,05, maka H1, H2, H3 ditolak

Adapun hasil dari pengujian Uji t dari penelitian ini, yaitu sebagai berikut :

Tabel 4.9 Hasil Pengujian Uji t

Hari Ke-	Model	t	Sig
	1 (Constant)	-0.941	0.383
H-28	Priv_Inf	0.63	0.552
	Institusi	0.893	0.406
	1 (Constant)	-0.142	0.892
H-23	Priv_Inf	1.322	0.234
	Institusi	-0.204	0.845
	1 (Constant)	5.566	0.001
H-18	Priv_Inf	-0.881	0.412
	Institusi	-4.248	0.005

Sumber : Data yang diolah

Bedasarkan hasil dari tabel pengujian Uji t diatas, H-28 menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.552, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.406 yang mana bisa dikatakan tidak signifikan. Karena kriteria nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

Kemudian, hasil dari tabel pengujian Uji t dari H-23 diatas menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.234, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.845

yang mana bisa dikatakan tidak signifikan. Karena kriteria nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

Terakhir, hasil dari tabel pengujian Uji t dari H-18 diatas menunjukkan nilai signifikansi dari Priv_Inf sejumlah 0.412 yang dikatakan tidak signifikan, sedangkan untuk nilai signifikansi dari institusinya sejumlah 0.005 yang mana bisa dikatakan signifikan. Karena kriteria nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

4.4 Analisis Pengaruh Private Information Terhadap ACAR

Seperti yang sudah diketahui, *private information* dan *abnormal return* ini mempunyai andil yang sangat besar dalam penentuan suatu harga pasar perusahaan serta menjadi gudang informasi yang bersifat spesifik dari pihak investor. Jika para investor dapat dengan sangat mudahnya mengetahui informasi yang bersifat rahasia serta dapat memperoleh *abnormal return* secara mudah, maka artinya pasar tersebut tidaklah efisien. Sebaliknya, jika para investor sulit mendapatkan abnormal return beserta informasi yang bersifat rahasia, maka suatu pasar bisa dikatakan efisien. ACAR itu sendiri merupakan *Average Cumulatif Abnormal Return*, yaitu jumlah rata-rata kumulatif *abnormal return* yang dikembalikan serta dihitung dari *small window* di beberapa hari saja. Singkatnya, jika investor dengan sangat mudahnya bisa mengakses informasi yang bersifat rahasia, secara otomatis mereka juga bisa mendapatkan abnormal return dengan mudah pula. Dibawah ini adalah masing-masing penjelasan serta hasil dari pengujian ACAR, sebagai berikut :

4.4.1 Statistik Deskriptif

Menurut Ghozali (2018) dalam Rosdiani dan Hidayat (2020), statistik deskriptif memberikan gambaran mengenai variabel penelitian dilihat dari nilai rata-rata, nilai maksimal,

nilai minimal dan standar deviasi mengenai posisi rata-rata perusahaan yang melakukan merger yang menjadi sampel dalam penelitian ini. Adapun hasil pengujian statistik deskriptif dari penelitian dari ACAR ini yaitu, sebagai berikut :

Tabel 4.10 Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics						
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance
Priv_Inf	9	1.9256	7.7681	4.744829	1.8422790	3.394
Intitusi	9	46.4400	93.7400	78.131111	14.8065648	219.234
ACAR	9	-.0033	.0128	.002308	.0053621	.000
Valid N (listwise)	9					

Sumber : Data yang diolah

Dari tabel ACAR diatas yang telah diuji menggunakan Statistik Deskriptif, ditemukan beberapa nilai angka dari variabel Priv_Inf dan Institusi. Untuk variabel Priv_Inf pada bagian minimum itu sejumlah 1.9256, kemudian untuk bagian maksimum itu sejumlah 7.7681, selanjutnya pada bagian mean itu sejumlah 78.131111 dan yang terakhir untuk standar deviasinya sejumlah 1.8422790. Lanjut pada variabel Institusi, pada bagian minimum itu sejumlah 46.4400. Kemudian pada bagian maksimum itu nilainya sejumlah 93.7400. Selanjutnya pada bagian nilai mean itu sejumlah 78.131111. Dan yang terakhir, pada bagian standar deviasi itu nilainya sejumlah 14.8065648. Semua nilai yang ada pada kedua variabel ini bernilai positif.

4.4.2 Uji Normalitas

Adapun tabel dari pengujian statistik ACAR melalui *NPar Test ACAR* dibawah ini yang menggunakan metode *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* sebagai berikut :

Tabel 4.11 Hasil Uji Normalitas ACAR

**Tabel NPar Test ACAR
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		9
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.00420864
Most Extreme Differences	Absolute	.296
	Positive	.296
	Negative	-.165
Test Statistic		.296
Asymp. Sig. (2-tailed)		.022 ^c

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

c. Lilliefors Significance Correction.

Dari hasil Uji Normalitas diatas yang menggunakan One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test ini menunjukkan bahwa pada ACAR mengalami asymp signifikasi (2-tailed) dengan nilai sebesar .022^c yang mana artinya data tersebut dinyatakan tidak normal karena .022^c nilainya lebih kecil daripada 0,05. Maka, nilai tersebut dinyatakan kurang dari nilai standar signifikasi normal yang berjumlah 0,05.

4.4.3 Uji Asumsi Klasik

4.4.3.1 Uji Multikolinearitas

Adapun tabel dari pengujian Multikolinearitas ACAR yang telah diuji menggunakan SPSS yang berfokus pada Coefficients^a nya adalah sebagai berikut :

Tabel 4.12 Uji Multikolinearitas ACAR

Model	Coefficients ^a	
	Collinearity Statistics Tolerance	VIF
(Constant)		
Priv_Inf	.884	1.131
Institusi	.884	1.131

a. Dependent Variable: ACAR

Dari hasil Uji Multikorelalitas diatas yang berfokus pada Statistics VIF bisa dilihat bahwa pada bagian tersebut, nilai dari ACAR hasilnya bisa mencapai angka 1.31. Itu artinya di dalam tabel tersebut dinyatakan adanya multikorelalitas yang terjadi serta penggunaan regresi ini juga terikat dari Multikorelalitas. Bisa disimpulkan demikian karena nilai dari VIF nya yang ada di tabel tersebut lebih dari 0.10, maka dari itu ACAR ini dinyatakan ada Multikorelalitasnya.

4.4.3.2 Uji Heteroskedastisitas

Berikut ini adalah tabel dari Uji Heteroskedastisitas ACAR yang berfokus pada Coefficients^a

:

Tabel 2.13 Uji Heteroskedastisitas ACAR

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.001	.004		.177	.865
Priv_Inf	.000	.000	.211	.514	.625
Intitusi	2.42 4E-5	.000	.195	.477	.650

a. Dependent Variable: Abs_res

Hasil dari tabel Uji Heteroskedastisitas ACAR yang menggunakan uji statistik dengan Uji Glejser diatas yang berfokus pada meregresikan variabel bebas dengan *unstandardized residuals*. Dan pada hasil tabel tersebut, nilai signifikansi dari variabel Priv_Inf yang berjumlah 0,625 ini dinyatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Kemudian untuk variabel Institusi yang berjumlah 0,650 ini merupakan variabel bebas yang dinyatakan tidak terjadi heteroskedastisitas. Maka kesimpulan dari Uji Heteroskedastisitas ACAR ini adalah pada variabel Priv_Inf dan variabel Institusi ini tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.4.3.3 Uji Autokorelasi

Berikut ini adalah gambaran tabel dari Uji Autokorelasi ACAR yang berfokus pada Model Summary^b dengan D1 sebesar 1.2837 sedangkan untuk DU sebesar 1.5666 :

Tabel 4.14 Uji Autokorelasi ACAR

Model Summary ^b					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.620 ^a	.384	.179	.00486	1.284

a. Predictors: (Constant), Institusi, Priv_Inf

b. Dependent Variable: ACAR

Hasil dari tabel Uji Autokorelasi diatas yang mana ACAR adalah sebagai variabel dependent ini diuji menggunakan Durbin Watson. Dari hasil uji tersebut, kemudian muncul hasil statistik yang berfokus pada Model Summary di dalam tabel Durbin Watson yang berjumlah 1.284. Hal ini dinyatakan bahwa hasil tersebut termasuk ke dalam kriteria K-2 di dalam tabel Durbin Watson. Bisa disimpulkan jika ini termasuk pada kriteria autokorelasi yang terakhir, yaitu $1.5666 < 1.284 < 4 - 1.5666$ yang artinya tidak ada autokorelasi positif maupun negatif.

4.4.3.4 Analisis Regresi Linear Berganda

Berikut ini adalah hasil uji pada Analisis Regresi Linear Berganda ACAR dalam bentuk tabel, yaitu sebagai berikut :

Tabel 4.15 Analisis Regresi Linear Berganda ACAR
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.013	.009		-1.412	.208
	Priv_Inf	.001	.001	.409	1.199	.276
	Intitusi	.000	.000	.347	1.019	.348

a. Dependent Variable: ACAR

Hasil dari tabel Analisis Regresi Linear Berganda ACAR diatas menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.276, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.348 yang mana bisa dikatakan tidak signifikan. Karena kriteria nilai untuk bisa dikatakan signifikan itu adalah 10% sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% itu tidak signifikan.

4.4.4 Uji Hipotesis (Uji t)

Adapun hasil dari pengujian Uji t dari penelitian ini, yaitu sebagai berikut :

Tabel 4.16 Uji t ACAR

Model	Coefficients ^a				
	Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.
	B		Beta		
1 (Constant)	.001	.004		.177	.865
Priv_Inf	.000	.000	.211	.514	.625
Intitusi	2.424E-5	.000	.195	.477	.650

a. Dependent Variable: Abs_res

Hasil dari tabel pengujian Uji t dari ACAR diatas menunjukkan nilai signifikasi dari Priv_Inf sejumlah 0.625, sedangkan untuk nilai signifikasi dari institusinya sejumlah 0.650 yang mana nilai tersebut dikatakan tidak signifikan. Karena kriteria nilai supaya bisa dikatakan signifikan itu adalah 5% atau 0,05 sedangkan untuk nilai yang berada di bawah 5% atau 0,05 itu tidak signifikan.

4.4.5 Pembahasan

Private Information merupakan sebuah informasi rahasia yang bersifat spesifik, yang hanya dimiliki oleh beberapa investor dan orang dalam perusahaan saja. Jika informasi rahasia tersebut tersebar dan diketahui oleh publik, maka hal ini bisa menghalangi investor internal supaya bisa

mendapatkan informasi berharga dari perusahaan. Selain itu, ada kemungkinan yang dapat terjadi karena berkurangnya peluang untuk mendapatkan *abnormal return* yang lebih besar dari transaksi jual beli saham. Jika investor sudah mengetahui informasi mengenai perusahaan, maka mereka akan lebih cepat mendominasi bursa saham daripada investor yang tidak mengetahui informasi apapun. Karena itulah, perubahan *abnormal return* lebih mungkin terjadi jika investor dalam atau orang dalam perusahaan memiliki banyak informasi pribadi. Hal ini disebabkan karena mereka cenderung bersikap agresif untuk bertransaksi di pasar modal. Interaksi antara *abnormal return* dengan *private information* ini menunjukkan pengaruh yang tidak signifikan. Itu artinya, *private information* memperlemah pengaruh *abnormal return* terhadap keputusan merger. Semakin tinggi tingkat *abnormal return* nya, maka semakin menjol juga ketidaksamaan antara harga *actual* pasar dengan harga yang diharapkan.

Kajian pengaruh *private information* terhadap *Average Abnormal Return (AAR) pre-corporate action* kebijakan merger pada hari-hari sebelum merger dimana terjadi *abnormal return* yang signifikan dapat dilihat dalam output SPSS sebagai berikut :

Tabel 4.17 Pengaruh *Private Information* Terhadap *Abnormal Return*

Hari	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
	B	Beta	Beta		
H-28	.004	.006	.240	.630	.552
H-23	.008	.006	.503	1.322	.234
H-18	-.004	.004	-.171	-4.248	.005

Sumber : Data Yang Diolah

Jika disimak secara baik-baik, tabel diatas menunjukkan tidak terdapat satupun nilai yang signifikan pada H-28 serta pada H-23 secara data statistik maupun secara agregat harian. Tetapi ternyata, pada H-18 ini bisa dilihat jika pada saat itu terjadi signifikan negatif secara harian. Walaupun begitu, hal ini tidak bisa mempengaruhi respon secara keseluruhan. Ini bisa terjadi

karena respon yang ditunjukkan oleh pemegang saham bersifat sementara, yang mana bisa dimanfaatkan oleh perusahaan untuk menyusun strategi pemasaran mereka. Mengingat isu ini biasanya hanya ramai di awal saja, hal ini juga dimanfaatkan perusahaan untuk menggaet investor supaya mau berinvestasi disana. Memang, pada saat H-18 itu terjadi kecenderungan signifikasi positif menjelang isu merger dan mendapat persetujuan pada RUPS. Tetapi sayangnya, pada setelah H-17 justru nilai *abnormal return* tersebut menunjukkan nilai tidak signifikan. Kemudian, hingga H-2 sampai dengan H-1 menjelang *event* merger itu dilakukan tetap saja menunjukkan nilai yang tidak signifikan. Artinya, fenomena kestabilan menjelang isu merger ini dilakukan bersifat sementara atau semu.

Ketika melihat hasil pengujian yang sudah dilakukan, tentu saja isu merger ini merupakan sebuah *bad news* yang sudah terbukti karena adanya penurunan tingkat *Cum Abnormal Return* pada hari-hari menjelang kegiatan merger itu dilakukan. Hal ini semakin memperkuat dengan kesimpulan bukti secara agregat yang mana jika harga sahamnya turun itu berarti kegiatan merger ini memanglah sebuah *bad news*. Jika berbicara mengenai hubungan keterkaitan antara pengaruh dari keputusan merger terhadap hipotesis pasar bentuk kuat, maka akan timbul juga persepsi lain dari investor terhadap merger. Persepsi dari investor terhadap kegiatan merger ini akan dilihat apakah nanti hasilnya memberikan dampak yang positif, atau malah negatif. Persepsi ini bisa dideteksi dengan cara melihat komponen-komponen apa saja yang ingin di merger, lalu juga mencari tahu apakah perusahaan itu sudah *go public* tau malah tertutup. Hal ini sangatlah penting untuk ditelusuri terlebih dahulu, karena jika perusahaan bagus itu merger dengan perusahaan yang kurang bagus maka harga sahamnya juga akan ikut turun. Dengan begini, kemudian bisa ditarik kesimpulan jika keputusan merger dengan hipotesis pasar efisien bentuk kuat ini tidak ada pengaruhnya.